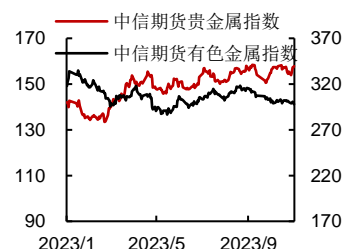


## 下游需求渐回暖，锡锭走强或可期

投资咨询业务资格：  
证监许可【2012】669号

### 报告要点

2023 年供应扰动频现，但需求也不温不火，锡价走出宽幅震荡走势。展望 2024 年，我们认为宏观局势有所好转，全球锡需求有望进一步改善，锡供需继续维持小幅短缺局面，锡价或有望走出震荡回升走势。



### 摘要：

**主要观点：**2023 年需求筑底开启弱复苏，展望 2024 年，我们认为随着宏观环境好转与需求的进一步修复，锡锭将呈现震荡回升走势。

### 核心逻辑：

(1) 2023 年，美联储加息接近尾声，半导体行业景气度于下半年有所回升，全球锡消费已触及底部，我们预计 2023 年全球和中国锡消费分别下降 4.2% 和下降 1.6%。2024 年预计随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业将迎来快速恢复，同时光伏和新能源汽车的高增长，将使得 2024 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2024 年全球和中国精锡消费分别增长 2.4% 和 2.7%。

(2) 2023 年，供应的频繁扰动造成全球锡矿和精锡产量有所下滑，我们预计 2023 年全球锡矿和精锡产量分别下滑 3.6% 和 3.5%，至 29.8 万吨和 36.8 万吨，主要是由于年初秘鲁减产和下半年缅甸佤邦禁矿导致的；由于今年中国内部分企业检修和技改，加上进口锡矿的减少，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2023 年中国精锡产量下降 4.8%，至 17.8 万吨。随着需求的恢复和部分改扩建企业项目的投产，我们认为明年全球锡矿产量增速将达到 4.4%，至 31.1 万吨，全球精锡产量增长 2.0%，至 37.5 万吨。

(3) 供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭短缺 0.3 万吨，考虑到 2024 年供需都有增长，需求稍胜一筹，供需缺口或达到 0.4 万吨。

我们认为随着需求逐渐复苏，沪锡主力合约均价预计为 23 万，波动区间大致在 20-25 万，伦锡均价预计为 2.7 万美元，波动区间大致在 2.2-3.2 万美元。

**投资建议：**1、单边：关注逢低做多机会；2、结构性机会：锡内外盘反套。

### 有色金属研究团队

研究员：  
沈照明  
021-80401745  
shenzhaoming@citicsf.com  
从业资格号：F3074367  
投资咨询号：Z0015479

李苏横  
0755-82723054  
lisuheng@citicsf.com  
从业资格号：F03093505  
投资咨询号：Z0017197

郑非凡  
zhenfeifan@citicsf.com  
从业资格号：F03088415  
投资咨询号：Z0016667

张远  
zhangyuan@citicsf.com  
从业资格号：F03087000  
投资咨询号：Z0019399

**重要提示：**本报告非期货交易咨询业务项下服务，其中的观点和信息仅作参考之用，不构成对任何人的投资建议。中信期货不会因为关注、收到或阅读本报告内容而视相关人员为客户；市场有风险，投资需谨慎。如本报告涉及行业分析或上市公司相关内容，旨在对期货市场及其相关性进行比较论证，列举解释期货品种相关特性及潜在风险，不涉及对其行业或上市公司的相关推荐，不构成对任何主体进行或不进行某项行为的建议或意见，不得将本报告的任何内容据以作为中信期货所作的承诺或声明。在任何情况下，任何主体依据本报告所进行的任何作为或不作为，中信期货不承担任何责任。

风险因素：需求恢复缓慢；美联储货币紧缩持续时间超预期

## 目录

|                                 |    |
|---------------------------------|----|
| 摘要:                             | 1  |
| 一、2023 年锡市场回顾:                  | 5  |
| 二、2024 年锡市场观点和核心逻辑              | 5  |
| 三、基本面分析                         | 6  |
| (一) 全球锡供需预测                     | 6  |
| (二) 2023 年缅甸扰动不及预期, 矿端供应小幅增长    | 7  |
| 2.1 2023 年海外锡矿产量不佳              | 7  |
| 2.2 2023 年中国锡矿产量收缩              | 7  |
| 2.3 2024 年锡矿新增产能十分有限            | 9  |
| 2.4 2023 年锡锭产量将下滑               | 9  |
| 2.5 2023 年中国锡锭产量预计收缩, 但是锡锭维持净进口 | 9  |
| (三) 全球锡需求-半导体行业筑底, 需求回暖可期       | 10 |
| 3.1 全球锡消费                       | 10 |
| 3.2 中国锡市场供需                     | 11 |
| 3.2.1 中国精锡表观消费                  | 11 |
| 3.2.2 下游终端                      | 11 |
| (四) 现货和库存及内外价差                  | 13 |
| 4.1 现货升贴水-消费走弱, 沪伦锡现货回归常态       | 13 |
| 4.2 库存-沪伦锡库存明显回升                | 13 |
| 4.3 内外价差-整体呈现内强外弱格局             | 14 |
| 四、资金面-投机资金持仓波动不定                | 14 |
| 免责声明                            | 16 |

## 图表目录

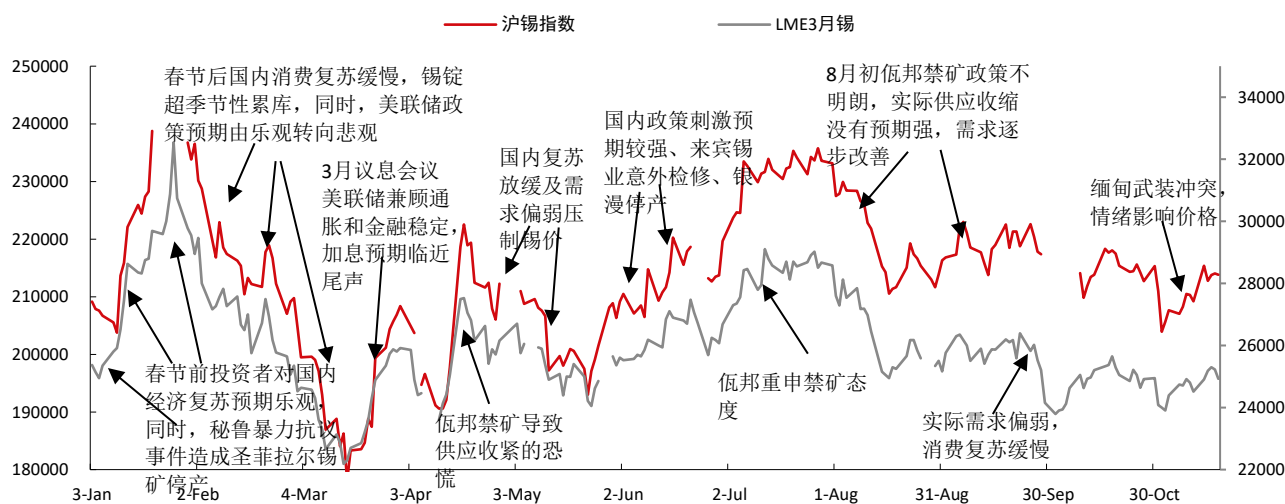
|                        |    |
|------------------------|----|
| 图表 1: 沪锡主力合约和 LME3 个月锡 | 5  |
| 图表 2: 全球锡供需预测          | 7  |
| 图表 3: 中国锡供需预测          | 7  |
| 图表 4: 全球锡矿产量           | 7  |
| 图表 5: 中国锡矿产量           | 8  |
| 图表 6: 中国锡矿进口量          | 8  |
| 图表 7: 中国锡矿加工费          | 8  |
| 图表 8: 全球精锡产量           | 9  |
| 图表 9: 中国精锡产量           | 10 |
| 图表 10: 精锡进口量           | 10 |
| 图表 11: 精锡出口量           | 10 |
| 图表 12: 全球精锡消费量         | 11 |
| 图表 13: 中国精锡表观消费        | 11 |
| 图表 14: 手机出货量           | 12 |
| 图表 15: 计算机产量           | 12 |
| 图表 16: 镀锡板产量           | 12 |

|                            |    |
|----------------------------|----|
| 图表 17: PVC 树脂产量 .....      | 12 |
| 图表 18: 铅蓄电池产量 .....        | 12 |
| 图表 19: 2020 年中国锡消费结构 ..... | 12 |
| 图表 20: 沪锡现货升水 .....        | 13 |
| 图表 21: 伦锡 Cash-3M .....    | 13 |
| 图表 22: LME+SHFE 锡库存 .....  | 14 |
| 图表 23: 库存消费比 .....         | 14 |
| 图表 24: 锡锭进口盈亏 .....        | 14 |
| 图表 25: LME 锡投资基金持仓 .....   | 15 |

## 一、2023 年锡市场回顾：

2023 年，沪锡整体呈现出横向宽幅震荡的走势，投资者对宏观经济阶段性预期变化是一个非常重要的因素，助推了阶段性涨跌幅度，供应端不断上演收缩的故事，这对价格有支撑，但需求端一直偏弱，这对锡价有压制。1 月，投资者对国内经济复苏预期乐观，并且秘鲁爆发大规模暴力抗议事件，明苏公司旗下的圣菲拉尔锡矿阶段性停产，宏观和供应端正向共振，推动沪锡从 20 万左右快速走高至 24 万。2-3 月，春节后，随着宏观面乐观情绪消退，投资者开始关注需求面改善，但迟迟未见消费启动，国内锡锭社库居高不下，锡价一度被压低至 18 万。4-6 月，随着美联储加息接近尾声，国内经济复苏放缓但全年复苏基调仍在，4-5 月我国经济数据走弱后，政策刺激预期升温，并且供应端收缩进一步加剧，先是 4 月佤邦释放禁矿消息，5 月进一步确认禁矿政策，5 月底来宾锡业意外检修，6 月银漫锡矿停产，这在一定程度垫高沪锡底部，但需求偏弱对锡价上升高度及速度仍有一定程度的压制。7 月宏观改善叠加云锡检修，锡价冲上新的高度。8 月起，佤邦禁矿政策实际实施，但停矿影响不及预期：起初多空消息交织真假难辨，盘面价格震荡，9 月自缅甸锡矿进口大幅下滑，矿端偏紧初现，但随后缅甸开启选矿，且原矿库存较高可供数月进口之用，供应扰动影响渐消，但需求还尚未复苏，锡价失去驱动，开始随宏观预期震荡运行。

图表 1：沪锡主力合约和 LME3 个月锡 单位：元/吨 美元/吨



资料来源：Wind 中信期货研究所

## 二、2024 年锡市场观点和核心逻辑

2023 年需求筑底开启弱复苏，供应则面临诸多扰动，但需求的复苏进展和供应的扰动影响均不及预期，带动全球锡锭价格走出宽幅震荡。展望 2024 年，我们认为锡锭将呈现震荡回升走势。

（1）2023 年，美联储加息接近尾声，半导体行业景气度于下半年有所回升，全球锡消费已触及底部，我们预计 2023 年全球和中国锡消费分别下降 4.2%和下降 1.6%。2024 年预计随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业将迎来快速恢复，同时光伏和新能源汽车的高增长，将使得 2024 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2024 年全球和中国精锡消费分别增长 2.4%和 2.7%。

（2）2023 年，供应的频繁扰动造成全球锡矿和精锡产量有所下滑，我们预计 2023 年全球锡矿和精锡产量分别下滑 3.6%和 3.5%，至 29.8 万吨和 26.8 万吨，主要是由于年初秘鲁减产和下半年缅甸佤邦禁矿导致的；由于今年年中国内部分企业检修和技改，加上进口锡矿的减少，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2023 年中国精锡产量下降 4.8%，至 17.8 万吨。随着需求的恢复和部分改扩建企业项目的投产，我们认为明年全球锡矿产量增速将达到 4.4%，至 31.1 万吨，全球精锡产量增长 2.0%，至 37.5 万吨。

（3）供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭短缺 0.3 万吨，考虑到 2024 年供需都有增长，需求稍胜一筹，供需缺口或达到 0.4 万吨。

我们认为随着需求逐渐复苏，沪锡主力合约均价预计为 23 万，波动区间大致在 20-25 万，伦锡均价预计为 2.7 万美元，波动区间大致在 2.2-3.2 万美元。

### 三、基本面分析

#### （一）全球锡供需预测

2023 年，供应的频繁扰动造成全球锡矿和精锡产量有所下滑，我们预计 2023 年全球锡矿和精锡产量分别下滑 3.6%和 3.5%，至 29.8 万吨和 26.8 万吨，主要是由于年初秘鲁减产和下半年缅甸佤邦禁矿导致的；由于今年年中国内部分企业检修和技改，加上进口锡矿的减少，所以国内锡锭产量出现收缩，预计 2023 年中国精锡产量下降 4.8%，至 17.8 万吨。随着需求的恢复和部分改扩建企业项目的投产，我们认为明年全球锡矿产量增速将达到 4.4%，至 31.1 万吨，全球精锡产量增长 2.0%，至 37.5 万吨。

2023 年光伏新增装机继续保持较快增长，但是在高通胀及欧美央行快节奏加息背景下，半导体行业景气不佳，处于见底缓慢回升阶段，家电行业也受到房地产疲软拖累，全球锡消费走弱，我们预计 2023 年全球和中国精锡消费分别下滑 2.4%和增长 0.5%。2024 年预计随着美联储货币政策逐渐趋松，半导体行业有望进一步回暖，同时，国内光伏新增装机和新能源汽车销量保持偏高增长，这将使得 2024 年全球锡锭需求迎来修复，我们预计 2024 年全球和中国精锡消费分别增长 2.4%和 2.7%。供需平衡来看，我们认为今年全球锡锭短缺 0.3 万吨，考虑到 2024 年供需都有增长，供需短缺或将达到 0.4 万吨。

## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

图表 2：全球锡供需预测

单位：千吨

图表 3：中国锡供需预测

单位：千吨

|       | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |       | 2020 | 2021 | 2022 | 2023 | 2024 |
|-------|------|------|------|------|------|-------|------|------|------|------|------|
| 锡矿产量  | 260  | 298  | 309  | 298  | 311  | 精锡产量  | 175  | 189  | 187  | 178  | 182  |
| 精锡产量  | 339  | 362  | 381  | 368  | 375  | 净进口量  | 13   | -9   | 20   | 15   | 5    |
| 精锡消费量 | 362  | 381  | 379  | 370  | 379  | 调节项   | -10  |      | -18  |      |      |
| 过剩量   | -23  | -20  | 2    | -3   | -4   | 精锡消费量 | 187  | 186  | 183  | 184  | 189  |
|       |      |      |      |      |      | 过剩量   | -9   | -6   | 6    | 9    | -2   |

资料来源：Wind SMM 安泰科 ITA 中信期货研究所

资料来源：Wind SMM 安泰科 ITA 中信期货研究所

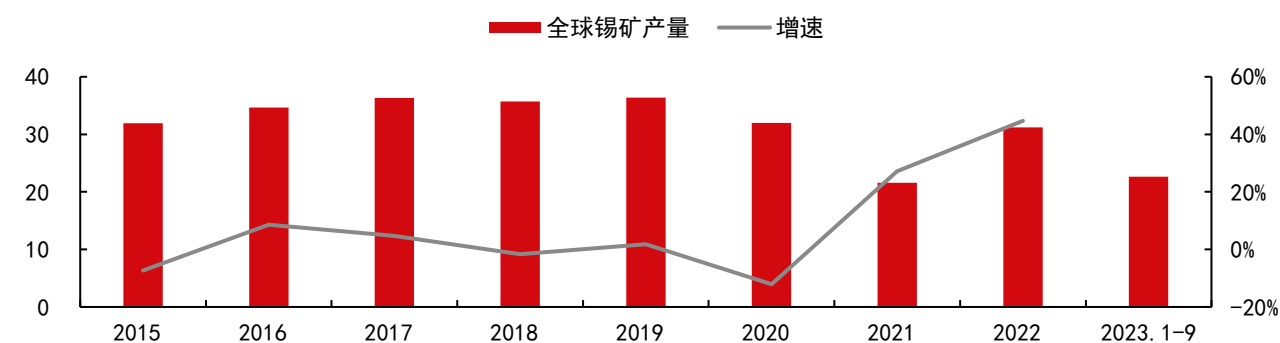
### （二）2023 年缅甸扰动不及预期，矿端供应小幅增长

#### 2.1 2023 年海外锡矿产量不佳

今年全球锡矿供应出现明显下滑迹象。年初受国内政局不稳定影响，秘鲁矿业公司 Misur 暂停了全球最大的锡矿之一圣拉斐尔矿的运营，预计产量减少 4000 吨。此外，今年缅甸政府抛储结束，且随着矿品位下降，该地区锡矿产量较去年同期也出现明显下滑迹象。8 月开始，缅甸佤邦所有矿山及选厂都已停产，预计明年初复产。而中国随着银漫矿业技改深入，三季度产量小幅增长，预计四季度单季度产量达到 3500 吨。但总体还不足以弥补缅甸禁矿的缺口，预计 2023Q3 全球锡精矿产量为 7.8 万吨，环比下滑 5.7%。

图表 4：全球锡矿产量

单位：万吨



资料来源：WBMS 中信期货研究所

#### 2.2 2023 年中国锡矿产量收缩

今年国内锡矿产量继续收缩，据 SMM 数据显示，2021 年来国内锡矿年产量呈逐渐下降趋势，2021 年和 2022 年国内锡矿产量分别为 8.2 万金属吨和 7.8 万金属吨，增速分别为-4.74%和-5.66%。2023 年 1-8 月国内锡矿产量 4.5 万金属吨，累计同比减少 7.4%，主要受锡价过低和企业技改等因素导致。SMM 预计 2023 年国内锡矿产量为 7.4 万金属吨，增速为-5%。

今年中国锡矿进口出现较大幅度的下滑。由于去年佤邦抛储及 21 年底因为疫情滞留在缅甸港口的货物在去年初集中到货，2022 年中国锡矿进口 243758 实物吨，同比增长 32.3%，2023 年缅甸佤邦供应缩减。2023 年 9 月中国锡矿进口



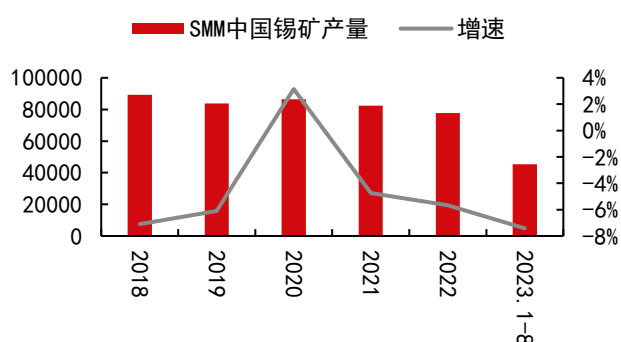
## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

7263 实物吨，同比下滑 54.8%，其中缅甸因禁矿政策大幅下滑，1-9 月累计进口 179375 实物吨，同比下滑 2.8%，其中自缅甸进口锡矿 136556 实物吨，同比-2%，9 月仅进口 1421 吨，环比减少 94%。从进口数据来看，佤邦 8 月禁矿的实际效果远不及预期，随着佤邦选矿重启，10 月进口将重新恢复，原矿近 1 万金属吨的库存将极大程度弥补禁矿带来的缺口，在库存较高的背景下，实际政策对供应的扰动较为有限。

总体来看，国内锡矿供应可能会出现缩减，但目前并没有出现实际短缺的事实。除缅甸外，中国自其他国家进口锡矿同比也小幅减少，其中 1-9 月进口 4.2 万吨，同比减少 7%，折 2.14 万金属吨，同比仅减少 4%，在缅甸禁矿的持续影响下，预计 2024 年国内锡矿供应可能会出现收缩。

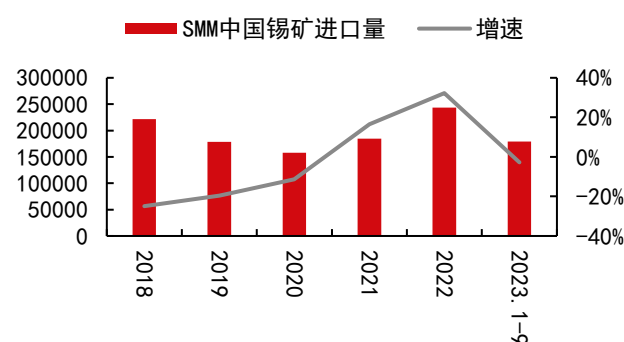
图表 5：中国锡矿产量

单位：吨，%



图表 6：中国锡矿进口量

单位：实物吨，%



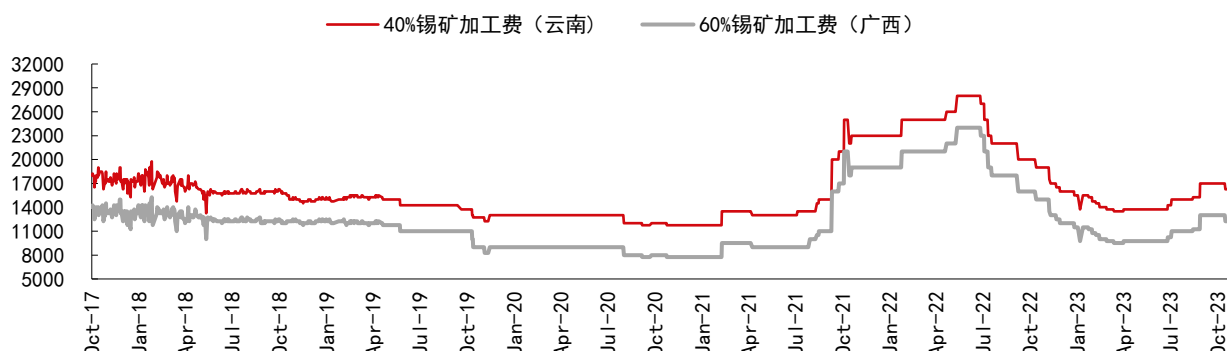
资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

今年上半年锡精矿加工费持续走弱，云南 40%品味锡精矿加工费一度回落到 13750 元，缅甸抛储结束后锡精矿进口减少是加工费下降的主要原因；但 7 月份因佤邦即将要停矿，国内锡矿供应增加，加工费重新上涨，直至十月底因佤邦供应逐渐减少而回落到了 16000 元。考虑到缅甸或还要持续一段时间，但随着佤邦矿企整合和需求的恢复，缅甸矿生产将会重新恢复，中国自缅甸进口锡矿数量从明年下半年可能重新恢复正常高位，而冶炼产能相对正常，估计明年锡矿加工费先跌后企稳，或将维持在 14000 附近。

图表 7：中国锡矿加工费

单位：元/吨



资料来源：SMM 中信期货研究所



### 2.3 2024 年锡矿新增产能十分有限

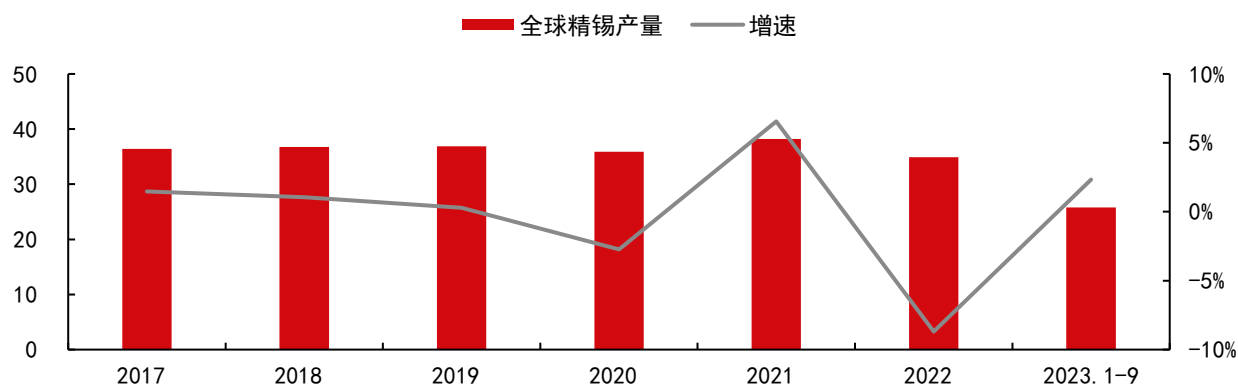
前几年锡矿勘探投资持续低迷导致全球新发现锡矿较少，目前储采比持续下滑。未来两年全球新投产的锡矿山较少。根据相关公司公告及市场公开信息，秘鲁、澳大利亚、中国、刚果等国家仍有较多项目尚未投产，其中银漫矿业技改项目已于 7 月完成，目前日处理矿石 5000 吨，Rentails 项目以及 Mpama South 项目均是改扩产项目，预计可以在 2024 年底前投产，合计新增产能约为 1.65 万吨/年。而其他项目开发困难，或将在 2025 年才得以投产。

### 2.4 2023 年锡锭产量将下滑

今年由于年初秘鲁暴力抗议事件的发酵及需求的走弱，全球前三季度精炼锡产量增长缓慢，仅仅增长 2.3%，至 257.6 千吨。各主要生产国差异较大，中国由于矿端供应拖累，1-10 月份精炼锡产量同比下降 1.6 千吨，1-9 月，马来西亚精炼锡产量累计同比增长 43%至 1.38 万吨，印尼则是减少 14.4%至 4.98 万吨。

图表 8：全球精锡产量

单位：千吨，%



资料来源：ITA 安泰科 中信期货研究所

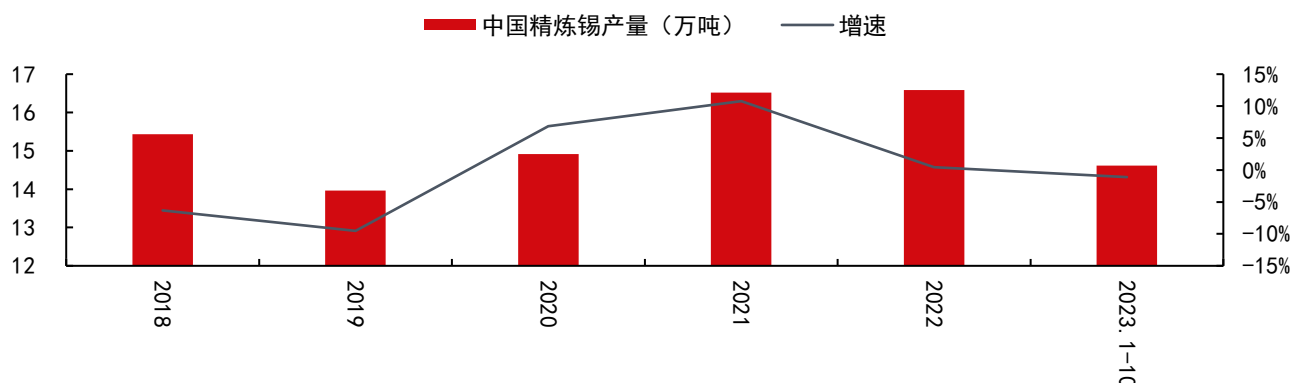
### 2.5 2023 年中国锡锭产量预计收缩，但是锡锭维持净进口

除年中检修外，今年国内锡锭供应大体稳定，年初矿端有所收缩，但再生锡产量却对其有所弥补，三季度即使佤邦禁矿事件的发生造成国内 9 月锡矿进口大幅下滑，但锡锭产量依旧没有出现大量下滑。根据 SMM 统计数据，2023 年 1-10 月国内锡锭累计产量 14.62 万吨，同比仅下降 1%。

## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

图表 9：中国精锡产量

单位：万吨，%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

今年海外高通胀及欧美主要央行全面加息对锡下游行业冲击较大，尽管有供应上的扰动，但海外供需依旧偏过剩，在伦锡挤仓以来，海外库存不断增加，达到历史高位。而国内需求较海外稍好，加上佤邦禁矿事件的发酵，导致年中以来进口窗口一直处于打开状态。2023 年 1-9 月中国进口精锡 19849 吨，同比增长 4%，同期出口精锡 9175 吨，同比增长 17%。

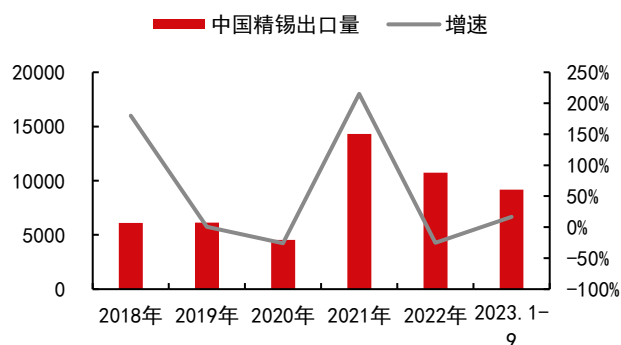
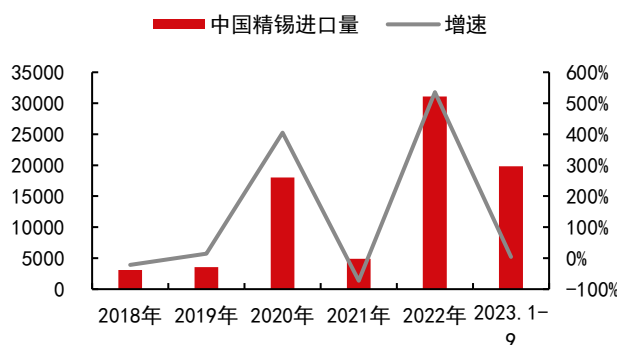
展望 2024 年，我们认为国内锡锭产量有望小幅修复，进出口格局或有望再度发生较大转变，但由于国内需求的增长，或将维持小幅净进口状态。

图表 10：精锡进口量

单位：吨，%

图表 11：精锡出口量

单位：吨，%



资料来源：SMM 中信期货研究所

资料来源：SMM 中信期货研究所

### （三）全球锡需求-半导体行业筑底，需求回暖可期

#### 3.1 全球锡消费

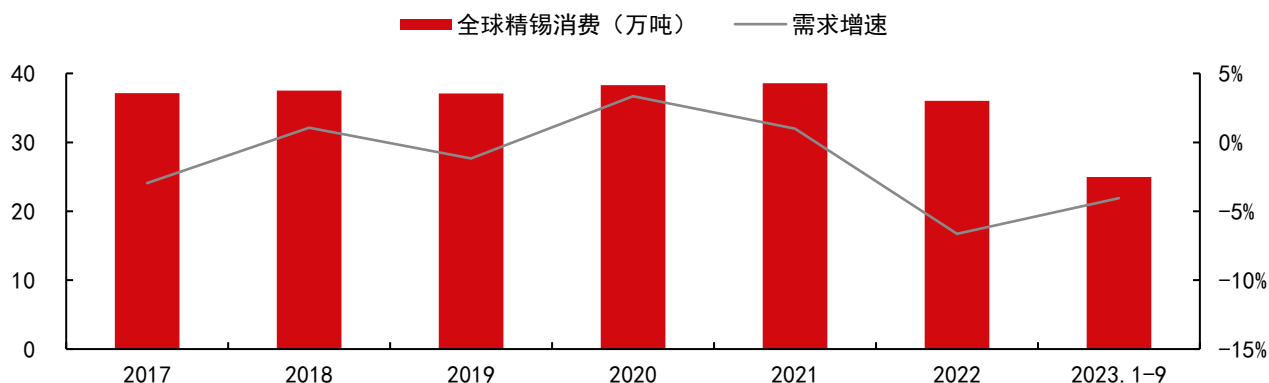
根据 ITA 统计的数据，2023 年前三季度全球精锡消费量 24.95 万吨，同比下降 4%。欧美发达国家锡消费受到美联储持续加息及高通胀的冲击，手机、电脑出货量连续 3 个季度继续同比下滑，但从半导体销售额来看，却明显有环比回升的迹象，表明正在筑底回暖，国内因房地产疲弱导致相关需求走弱，但光伏和新能

## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

源车等高速发展却也对需求有所提振。

图表 12：全球精锡消费量

单位：万吨，%



资料来源：Wind WBMS 中信期货研究所

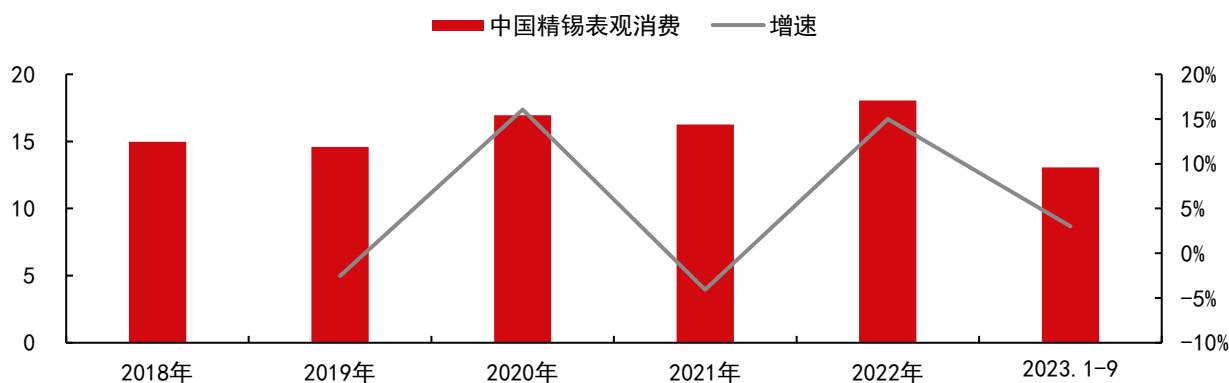
### 3.2 中国锡市场供需

#### 3.2.1 中国精锡表观消费

中国精锡消费年中表现较好，主要是由于国内预期较好和新能源汽车销量大幅恢复。2023 年 1-9 月中国精锡表观消费约为 13.1 万吨，同比增长 3%。国内锡表观消费增长主要是锡锭进口窗口打开背景下，锡锭净进口大增造成的，实际国内锡消费为出现明显增长。

图表 13：中国精锡表观消费

单位：万吨，%



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

#### 3.2.2 下游终端

今年锡下游需求完成筑底，开始有所回暖，但进度缓慢。受海外高通胀和美联储加息影响，全球电子产品等需求依旧同比走弱，但环比有所增长。2023 年 1-8 月中国手机出货量 16719 万部，累计同比下降 23%，1-10 月电子计算机产量 29621 万台，同比下降 18%；2023 年 1-8 月镀锡板产量 117 万吨，累计同比增长 7%；2023 年 1-10 月 PVC 树脂产量 1892 万吨，累计同比增长 2%。2023 年 1-8 月，

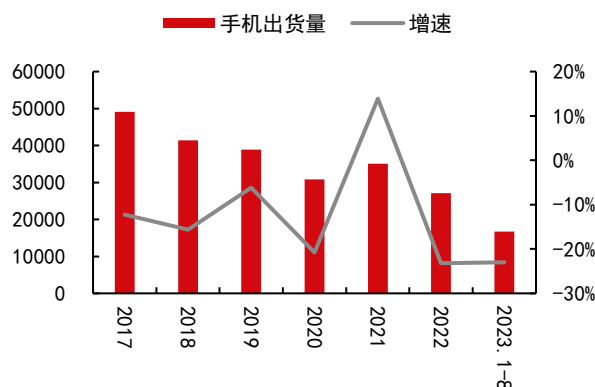
## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

规模以上铅蓄电池产量同比增长 11.8%，增幅较 1-7 月缩小 1.7 个百分点；其中，8 月单月铅蓄电池产量同比下降 2.4%，环比增长 0.7%。

展望 2024 年，随着海外美联储停止加息，国内半导体需求将有所恢复，光伏新增装机和新能源汽车销量继续保持较快增长或带动锡锭整体消费回升。

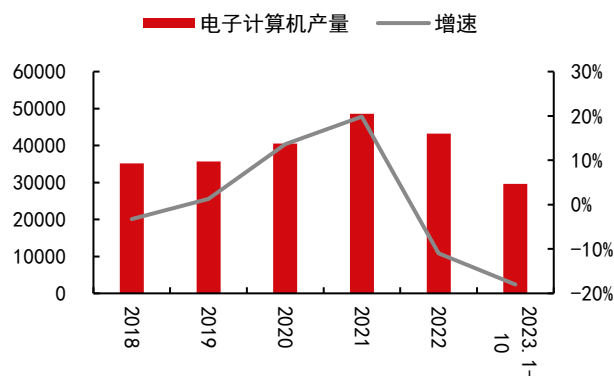
图表 14：手机出货量

单位：万台，%



图表 15：计算机产量

单位：台，%

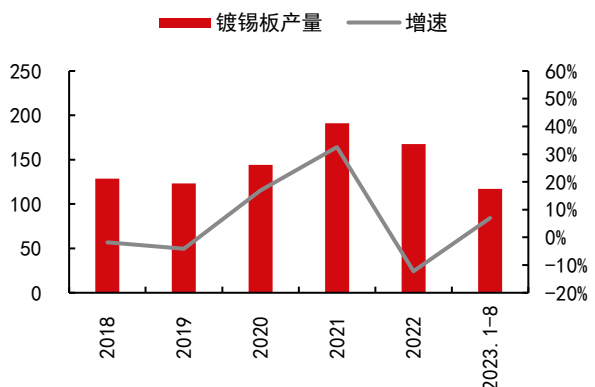


资料来源：Wind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

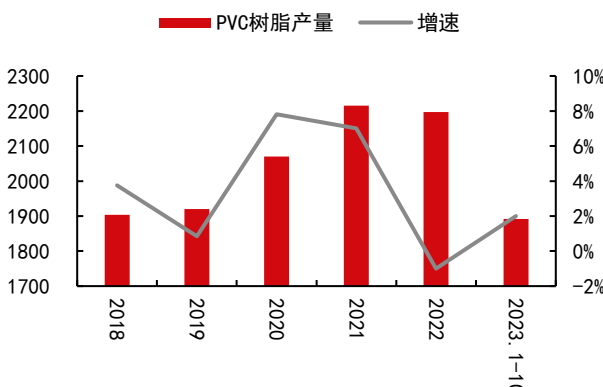
图表 16：镀锡板产量

单位：万吨，%



图表 17：PVC 树脂产量

单位：万吨，%

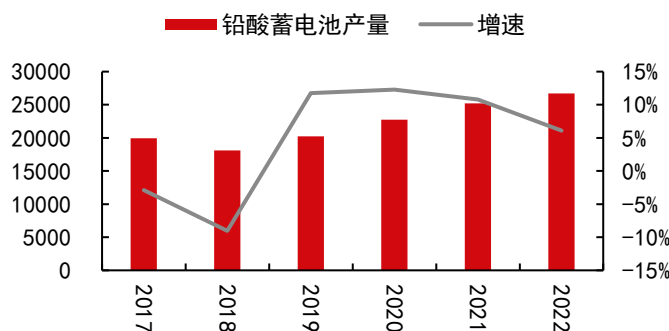


资料来源：Ifind 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

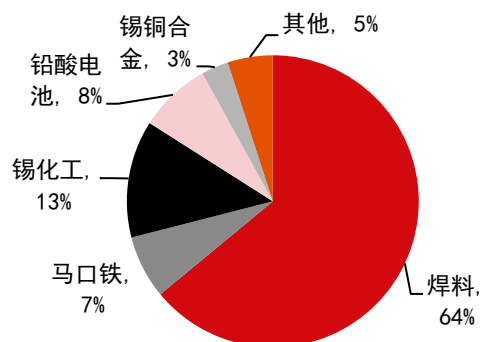
图表 18：铅蓄电池产量

单位：万只，%



图表 19：2020 年中国锡消费结构

单位：%



资料来源：工信部 安泰科 统计局 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

#### （四）现货和库存及内外价差

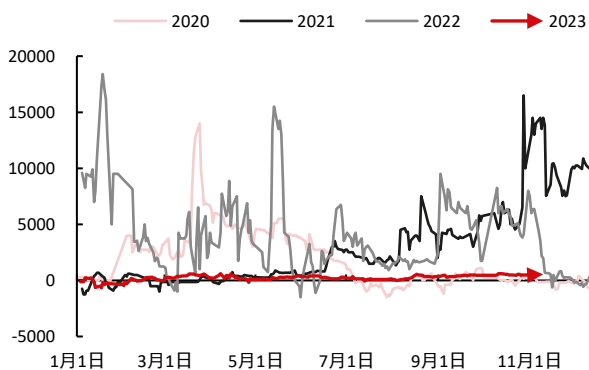
今年国内外消费差异较大，国内消费整体上看稍好于海外，这得益于国内稳经济政策和复苏预期对国内消费阶段性有提振，除年中发生的伦锡挤仓事件外，海外消费受到高通胀及美联储持续加息的负面影响，同时，海外锡矿成本比较低，国内下半年收到佹邦供应的减少影响，这使得海外多余锡锭大量流入到国内。

##### 4.1 现货升贴水-消费走弱，沪伦锡现货回归常态

2023 年以来国内锡锭供需偏紧，锡锭现货绝大部分时间维持在小幅升水的水平，8 月份开始，随着国内需求弱复苏，锡锭升水有微弱上升的迹象。反观同期伦锡 Cash-3M 价差走势，除了年中因挤仓造成的大幅升水外，整体呈现小幅贴水的情况，反映出海外需求还是没有明显好转。

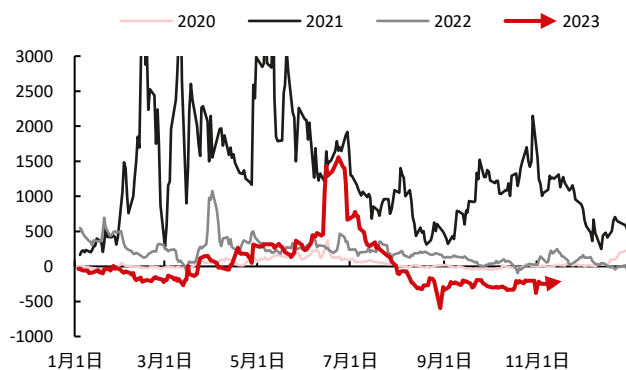
图表 20：沪锡现货升水

单位：元/吨



图表 21：伦锡 Cash-3M

单位：美元/吨



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

资料来源：Wind 中信期货研究所

##### 4.2 库存-沪伦锡库存明显回升

今年以来锡锭库存大幅回升，截止 11 月 18 日当周，LME+SHFE 锡库存 13626 吨，较去年底增加 4740 吨，其中同期 LME 锡锭库存增加 4795 吨，沪锡库存先增后减，截止 11 月 18 日当周较上年末减少 55 吨，10 月底企业隐形库存 3790 吨，较去年底增加 355 吨。LME+SHFE 锡库存消费比自去年底 1.14 周的水平出现明显增长，10 月份已经回升到 1.88 周，这说明当前锡供需形势偏弱，库存累积压力较大。

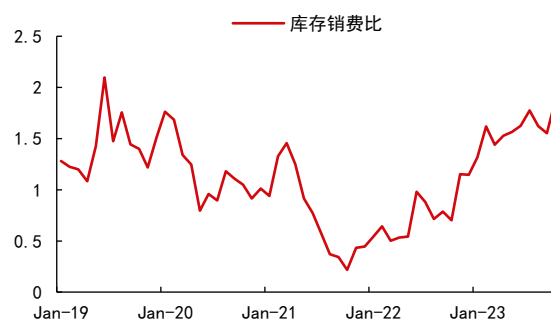
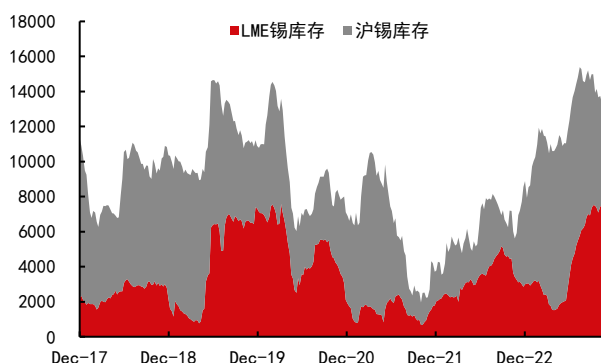
## 中信期货有色与新材料 2024 年度策略报告（锡）

图表 22：LME+SHFE 锡库存

单位：吨

图表 23：库存消费比

单位：周



资料来源：Wind SMM 中信期货研究所

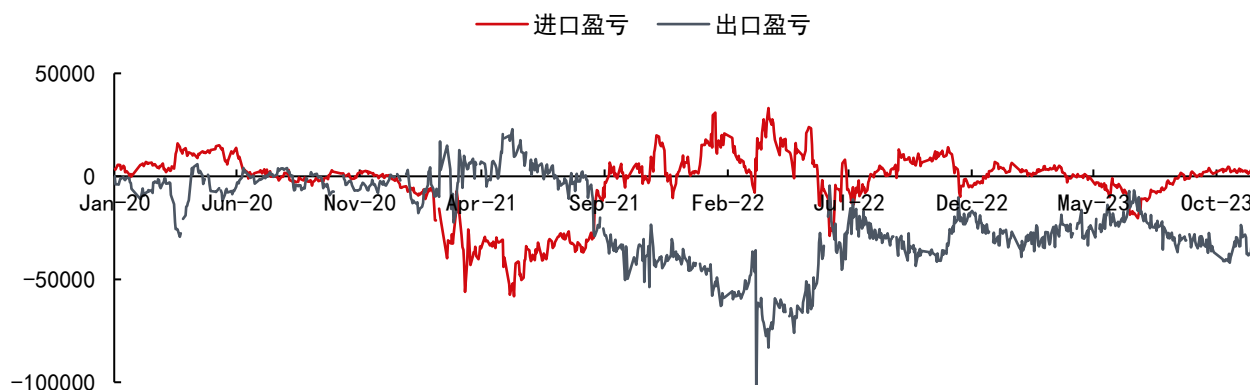
资料来源：Wind 中信期货研究所

### 4.3 内外价差-整体呈现内强外弱格局

今年以来，国内锡锭进口盈亏由正转负再转正，但进口盈利整体不高。在年初的时候，低邦抛储结束导致国内进口缩减，国内疫情结束之后的乐观预期带动国内锡价走强，内强外弱背景下进口有所盈利；5 月之后沪伦锡进口窗口关闭，主要因伦锡出现的挤仓事件，造成海外锡锭供应偏紧；随着伦锡挤仓结束，LME 库存大幅增长，同时国内消费筑底有回升迹象，内强外弱格局重现，8 月后进口窗口重新打开，今年下半年锡锭整体呈现内强外弱的格局。

图表 24：锡锭进口盈亏

单位：元/吨



资料来源：中信期货研究所

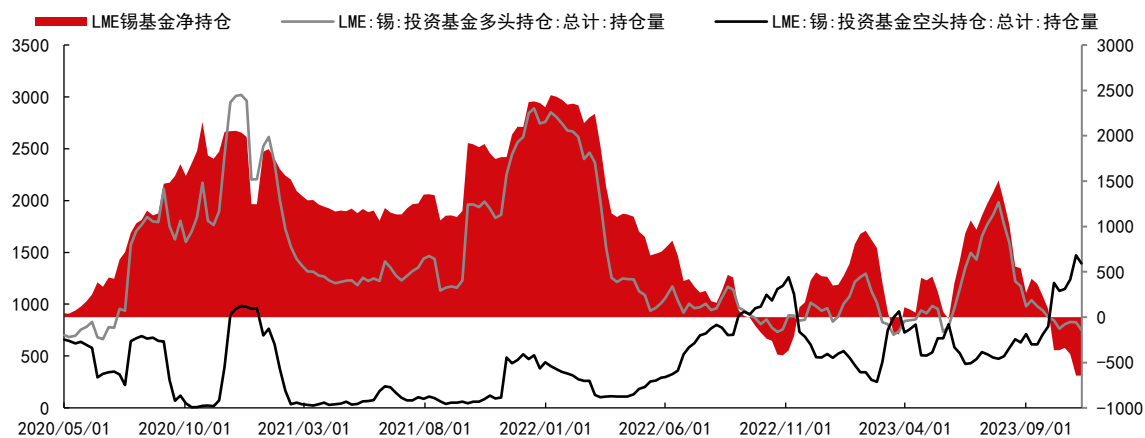
## 四、资金面-投机资金持仓波动不定

2020 年 5 月-2022 年 3 月初之间，投机资金非常看好锡这个品种。但是我们看到在 3 月初伦敦镍极端挤仓之后，投机资金从锡这个品种快速撤离，主要是由于美联储开始加息，半导体行业受到负面冲击，同时宏观和消费预期悲观。从 LME 锡投机资金净多头持仓和锡价长期走势来看，基金大幅净空，往往意味着锡价离底部比较接近，2023 年以来，基金持仓有年初和年中因宏观情绪好转而大幅净多，

也有因需求偏弱等引起的转向净空，基金持仓波动不定反映了行情的震荡走势。

图表 25：LME 锡投资基金持仓

单位：手



资料来源：同花顺 iFinD 中信期货研究所



## 免责声明

除非另有说明，中信期货有限公司（以下简称“中信期货”）拥有本报告的版权和/或其他相关知识产权。未经中信期货有限公司事先书面许可，任何单位或个人不得以任何方式复制、转载、引用、刊登、发表、发行、修改、翻译此报告的全部或部分材料、内容。除非另有说明，本报告中使用的所有商标、服务标记及标记均为中信期货所有或经合法授权被许可使用的商标、服务标记及标记。未经中信期货或商标所有权人的书面许可，任何单位或个人不得使用该商标、服务标记及标记。

如果在任何国家或地区管辖范围内，本报告内容或其适用与任何政府机构、监管机构、自律组织或者清算机构的法律、规则或规定内容相抵触，或者中信期货未被授权在当地提供这种信息或服务，那么本报告的内容并不意图提供给这些地区的个人或组织，任何个人或组织也不得在当地查看或使用本报告。本报告所载的内容并非适用于所有国家或地区或者适用于所有人。

此报告所载的全部内容仅作参考之用。此报告的内容不构成对任何人的投资建议，且中信期货不会因接收人收到此报告而视其为客户。

尽管本报告中所包含的信息是我们于发布之时从我们认为可靠的渠道获得，但中信期货对于本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性以及完整性不作任何明确或隐含的保证。因此任何人不得对本报告所载的信息、观点以及数据的准确性、可靠性、时效性及完整性产生任何依赖，且中信期货不对因使用此报告及所载材料而造成的损失承担任何责任。本报告不应取代个人的独立判断。本报告仅反映编写人的不同设想、见解及分析方法。本报告所载的观点并不代表中信期货或任何其附属或联营公司的立场。

此报告中所指的投资及服务可能不适合阁下。我们建议阁下如有任何疑问应咨询独立投资顾问。此报告不构成任何投资、法律、会计或税务建议，且不担保任何投资及策略适合阁下。此报告并不构成中信期货给予阁下的任何私人咨询建议。

## 深圳总部

地址：深圳市福田区中心三路8号卓越时代广场（二期）北座13层1301-1305、14层

邮编：518048

电话：400-990-8826

传真：(0755)83241191

网址：<http://www.citicsf.com>